



## Deutschland: Zenit überschritten

- Eine allmählich nachlassende globale Wachstumsdynamik und der zunehmende Protektionismus beeinträchtigen die deutschen Exportaktivitäten. Aufgrund einer höheren Importdynamik kommen vom Außenbeitrag keine Wachstumsimpulse mehr.
- Die Investitionen in Ausrüstungen sind das erste Opfer des Handelskonflikts. Eine zunehmende Unsicherheit lässt manchen Unternehmer Investitionsobjekte aufschieben. Die Bauinvestitionen laufen dagegen vor dem Hintergrund des hohen Nachholbedarfs bei Wohnraum und Infrastruktur auf Hochtouren.
- Das tragende Fundament der Konjunktur bleibt der private Konsum: Markteinkommenszuwächse und staatliche Entlastungen sowie Transfers lassen den Konsum sein hohes Wachstumstempo beibehalten.
- Der Aufschwung in Deutschland setzt sich fort, wenngleich in verringertem Tempo und bei beträchtlichen Risiken. Damit ist er der längste Aufschwung der deutschen Nachkriegsgeschichte.

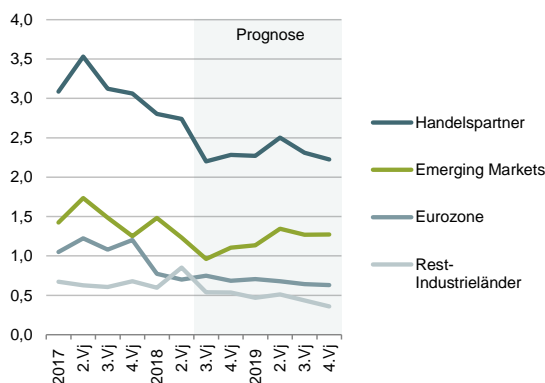
### Außenwirtschaftliche Moderation bei hohen Risiken

Die Zeiten sind turbulent: In den USA macht sich Präsident Trump daran, die freie Welthandelsordnung zu zerstören, in der Türkei setzt Präsident Erdogan die bislang gute Wirtschaftsentwicklung grob fahrlässig aufs Spiel und Großbritannien befindet sich auf Sezessionskurs. Das sind nur ein paar der aktuellen globalen Baustellen, die aber verdeutlichen, wie groß derzeit die Unsicherheiten und Risiken sind.

Blickt man auf die deutschen Exporte, die im Trend seit Beginn des letzten Jahres an Schwung verlieren und im ersten Quartal sogar gesunken sind, könnte man versucht sein, dies auf den neoprotektionistischen Kurs der US-Administration zurückzuführen. Tatsächlich gab es außer Drohungen im ersten Halbjahr aber kaum Zollerhöhungen durch die USA: Zölle auf Solarpanele und Waschmaschinen (7 Mrd. USD), Zölle auf Stahl und Aluminium (7 Mrd. USD für EU), Zölle auf chinesische

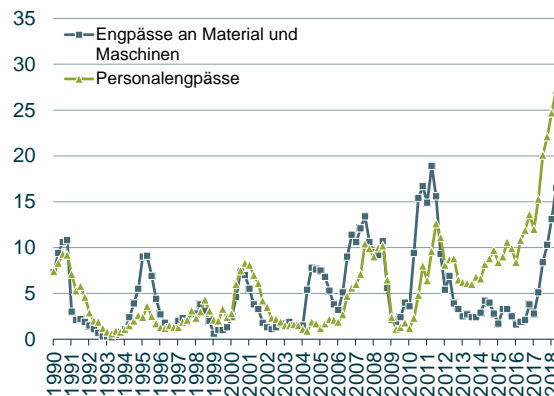
Waren (50 Mrd. USD). Der Grund für die schwächere Gangart der deutschen Exporte liegt in der Konjunktur auf den deutschen Absatzmärkten begründet. Das sogenannte Handelspartner-BIP, also das mit den deutschen Exportanteilen gewichtete Welt-BIP, weist seit Anfang 2017 geringere Zuwächse auf. Zunächst verlangsamte sich das Wachstum in den Emerging Markets, zu Jahresbeginn 2018 kam eine merkliche Abschwächung in der Eurozone hinzu. Der Wachstumsbeitrag der restlichen Industrieländer (darunter die USA) war stabil und zog zuletzt sogar an. Noch ist der Fallout der US-Handelspolitik gering. Das könnte sich aber ändern, wenn sich die Eskalationsspirale zwischen den USA und China und/oder den Europäern weiterdreht. Das Ausmaß der Beeinträchtigung der globalen Konjunktur ist abhängig davon, wie weit die Eskalation getrieben wird. Eine globale Rezession, die wir unterhalb eines weltwirtschaftlichen Wachstums von 1,7 % als gegeben sehen, ist derzeit aber nicht zu erwarten. Doch auch ohne diese Belastungen bleiben die konjunkturellen Impulse

Abb. 1 Deutsches Handelspartner-BIP



Quellen: DekaBank  
 Handelspartner-BIP in %, Regionen Wachstumsbeiträge in %-Punkten

Abb. 2 Deutsches Handelspartner-BIP



Quellen: Eurostat, EZB, DekaBank

von der Weltwirtschaft unterhalb der guten Entwicklung von 2016/17.

Das geringere Exportwachstum reicht inzwischen nicht mehr aus, um nach Abzug der Importe einen Wachstumsimpuls zu setzen. Das Importwachstum wird allerdings auch durch die starke Binnennachfrage in Deutschland, allem voran durch den privaten Konsum, begünstigt.

#### **Kasten 1: Kein schnelles Ende des Handelskonflikts**

Mancherorts wird die Hoffnung gehegt, die Handelskonflikte würden sich nach den US-Kongresswahlen im November wieder legen. Dies erscheint uns ein Trugschluss:

- Der Abbau der Handelsbilanzdefizite ist zwar ein Ziel der US-Zollpolitik, aber nicht das einzige und wohl auch nicht da wichtigste. Mit Blick auf Europa spielen Fragen wie die Höhe der Verteidigungsausgaben eine wichtige Rolle. Im Konflikt mit China geht es um die wirtschaftliche und politische Führungsrolle.
- Donald Trump und seine Berater verfolgen diese Ziele schon sehr lange. Schon 1990 warf Trump in einem Interview den Alliierten die Ausbeutung der USA vor: Zu wenig Verteidigungsausgaben, zu hohe Handelsüberschüsse. Sein Handelsberater Navarro schreibt seit längerem Bücher über die chinesische Bedrohung.
- Trump ist kein Mensch des Ausgleiches, des Kompromisses. Für ihn gibt es nur Sieg oder Niederlage. „Ich gehe an das Maximum dessen, was [der Gegner] aushält, und ich bekomme ein besseres Geschäft als er“ (Trump, 1990).
- China kann ohne Kompromiss nicht gesichtswahrend aus diesem Konflikt herausgehen. Es werden daher weitere Vergeltungsmaßnahmen folgen, die ihrerseits Trump zu Gegenreaktionen herausfordern.

#### **Investitionstätigkeit mit angezogener Handbremse**

Trotz der guten wirtschaftlichen Entwicklung, und obwohl die Produktionskapazitäten hoch, in manchen Branchen sogar vollausgelastet sind, zündet der Investitionsturbo nicht. Wenn derartige Behinderungen durch Engpässe an Fachkräften und Maschinen vorhanden sind, dann müssten die Investitionen in Ausrüstungen

außergewöhnlich kräftig anspringen. Tatsächlich bleibt das Investitionswachstum aber hinter dem vergleichbaren Konjunkturphasen spürbar zurück. Hier spiegelt sich die seit Jahren währende politische Unsicherheit wider: Mal war es die Europäische Schuldenkrise, mal der Brexit, mal der Protektionismus. Letzterer sorgt am aktuellen Rand wieder für einen merklichen Anstieg der politischen Unsicherheit. In einem unsicheren und von Risiken geprägten Umfeld können die Unternehmen nicht darauf vertrauen, dass sie die Kosten für die Erweiterung der Produktionskapazitäten durch höhere Erträge in der Zukunft finanzieren können. Man lehnt lieber mal einen Auftrag ab, als dieses Risiko einzugehen. Die geringen Zinsen für Fremdkapital reduzieren zwar diese Kosten und unterstützen damit die Investitionstätigkeit, doch die ungewisse künftige Ertragslage bleibt als Belastungsfaktor bestehen. In einer Umfrage durch die Federal Reserve Atlanta für die USA wird festgestellt, dass 22 % der Investitionsvorhaben verschoben, 9 % gestrichen wurden und 67 % überprüft werden.

Etwas anders liegt der Sachverhalt bei den Bauinvestitionen. Angesichts steigender Mieten, steigender Immobilienpreise und der Knappheit an Wohnraum, müssten zwar auch hier die Investitionen dramatisch ansteigen, zumal die Zukunftsperspektiven der Investoren angesichts der guten Arbeitsmarktlage und Einkommensperspektiven erfreulich gut sind. Dass das Wachstum der Bauinvestitionen gedeckelt wird, liegt vor allem an Angebotsengpässen. Den Baufirmen fehlt schlicht die Kapazität die hohe Nachfrage zu bedienen, dem Staat fehlen die Bauingenieure, um die Planungen und Genehmigungen schnell abzuarbeiten und in den Großstädten fehlt es an Bauland. Die Folge der hohen Nachfrage und der Angebotsrestriktionen sind kräftige Preissteigerungen bei Immobilienpreisen und Mieten.<sup>1</sup>

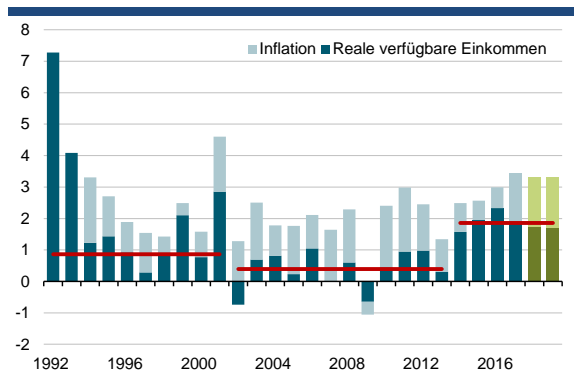
#### **Das tragende Fundament der Konjunktur ist und bleibt der private Konsum.**

Den deutschen Konsumenten geht es so gut wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Dies resultiert aus einer Kombination aus Beschäftigungswachstum, Lohnwachstum und geringer Inflation. So liegt das Wachstum der real verfügbaren Einkommen seit 2014 im Schnitt bei 1,9 %, zwischen 2002 und 2013 betrug es dagegen nur 0,4 %. Doch angesichts voller Kassen und vollmundiger Wahlversprechen zeigt sich auch der Staat spendabel und trägt somit zum Realeinkommensplus bei: Im kommenden Jahr steigen die Renten kräftig (auch Mütterrente),

<sup>1</sup> Die Einführung des Baukindergeldes führt letztlich nur zu einer Steigerung der Nachfrage, die bei einem unveränderten Angebot letztlich nur die Preissteigerungen anheizt.



**Abb. 3 Real verfügbare Einkommen (Veränderung, in %)**



Quellen: Destatis, DekaBank

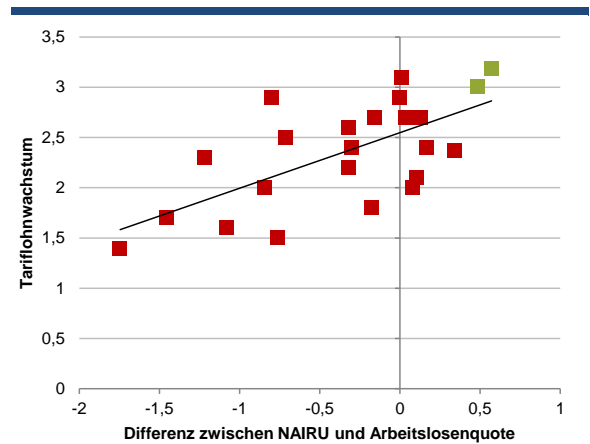
das Kindergeld und Bafög werden erhöht und der Steuertarif angepasst. Die Haushalte haben also real mehr in ihren Geldbeuteln und sie geben dieses Geld auch aus. Das liegt unter anderem, daran, dass die über Jahre dominierende Angst der Deutschen vor Arbeitslosigkeit auf ein Allzeittief zurückgegangen ist. Somit trägt der private Konsum in diesem Jahr und im nächsten Jahr jeweils rund 1 Prozentpunkt zum Wachstum bei.

Neben den Transfers und Entlastungen für die privaten Haushalte weitet der Staat aber auch seine Konsum- und Investitionsausgaben aus. Alles in allem kommt es zu einem Stimulus durch die Beschlüsse der Großen Koalition für das kommende Jahr von bis zu 0,6 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

**Arbeitsmarkt und Lohnwachstum**

Immer wieder wird die Frage gestellt, warum die Löhne angesichts der guten Konjunktur und der hohen Auslastung der Wirtschaft nicht schneller zulegen. Mit Blick auf die Eurozone hat die EZB u.a. die Konkurrenz durch Arbeitnehmer mit befristeten Verträgen identifiziert. Für Deutschland mag eine weitere Begründung hinzukommen. In den vergangenen Jahren ist es gelungen, die nicht inflationsbeschleunigende Arbeitslosenquote NAI-RU deutlich zu verringern. Ein Rückgang der NAI-RU beispielsweise durch Arbeitsmarkt- und Sozialreformen er-

**Abb. 4 Lohnwachstum und Arbeitsmarktverspannung**



Quellen: Destatis, WSI, BA, DekaBank

möglichte eine Verringerung der Arbeitslosenquote, ohne dass hieraus eine Verspannung am Arbeitsmarkt und damit Preis- oder Lohndruck entstand. Die gute Konjunktur in Deutschland konnte also zu einer Rekordbeschäftigung beziehungsweise zu einer allzeittiefen gesamtdeutschen Arbeitslosenquote führen, ohne extreme Lohnsteigerungen auszulösen, wie sie in der deutschen Vergangenheit zu sehen waren. Inzwischen ist die Arbeitslosenquote aber so gering (2018: 3,5 %), dass das Lohnwachstum anzieht. Daher steigen die Tariflöhne in diesem Jahr auch erstmals seit 1995 wieder um 3,0 % im kommenden Jahr sogar wohl um 3,2 % an.

**Kasten 2: Gedankenspiel**

Nimmt man an, dass die Arbeitslosenquote aufgrund der konjunkturellen Entwicklung genauso wie in den vergangenen Jahren gesunken wäre, die NAI-RU aber beispielsweise wegen fehlender Reformen auf dem Höchststand des Jahres 2005 verharrt wäre, dann wäre der Arbeitsmarkt heute immens verspannt und das Lohnwachstum mit über 6% unerwünscht inflations-treibend. Das ist natürlich ein sehr verwegenes Gedankenspiel, es unterstreicht aber die Bedeutung der gesunkenen NAI-RU für das Lohnwachstum.



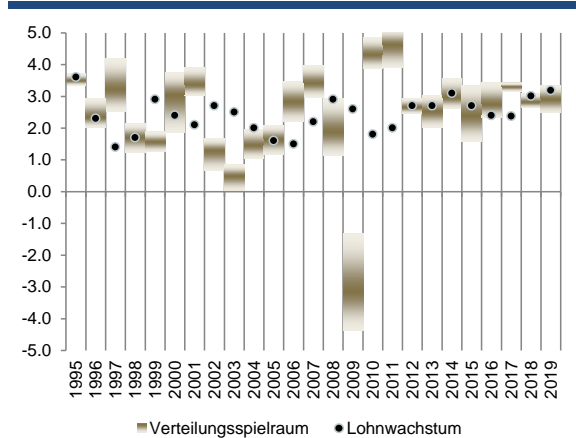
So niedrig der Lohnzuwachs vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Engpässe aussieht, gemessen werden muss er auch am Verteilungsspielraum. Das ist das Lohnwachstum, das ohne gesamtwirtschaftliche Schäden verkraftbar ist. Fällt das Lohnwachstum zu hoch aus, werden Arbeitsplätze gefährdet. Ganz allgemein ergibt sich der Verteilungsspielraum aus dem Produktivitätswachstum und einem Inflationsmaß. Für letzteres gibt es viele Möglichkeiten: das Inflationsziel der EZB, die Verbraucherpreise, die Produzentenpreise, der Deflator des Bruttoinlandsprodukts oder der Deflator der Endnachfrage. Wir haben einen Korridor aus allen drei hieraus resultierenden Verteilungsspielräumen berechnet. Typischerweise fand eine Überschreitung des Verteilungsspielraums zumeist in Phasen einer rezessiven Entwicklung statt, weil aufgrund von längerfristigen Tarifabschlüssen keine schnelle Reaktion möglich war. Für dieses und das kommende Jahr deutet sich eine vollständige Ausreizung bis hin zu leichten Überschreitungen

– je nach Inflationskonzept – an. Die aktuellen Abschlüsse können also als angemessen bezeichnet werden.

**Fazit**

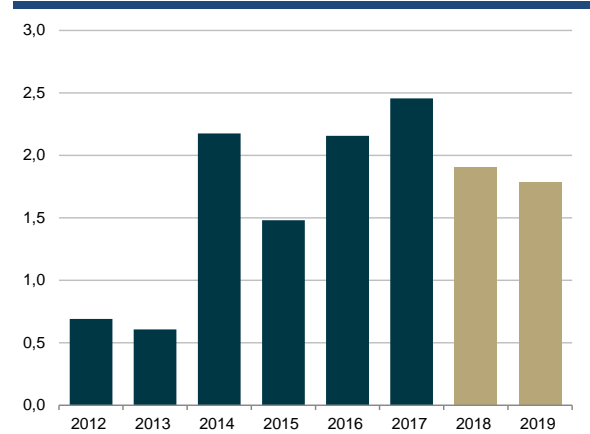
Der Aufschwung in Deutschland setzt sich fort, wenngleich in verringertem Tempo und bei beträchtlichen Risiken. Damit ist er der längste Aufschwung der deutschen Nachkriegsgeschichte. Die Freude über diese Entwicklung wird allerdings dadurch gedämpft, dass die Politik in Deutschland diese Zeit bislang nicht genutzt hat, um die anstehenden wirtschaftlichen Herausforderungen zu meistern. Weder liegen Rezepte zum Umgang mit der demographischen Zeitbombe vor, noch hat man die vielfach versprochene Investitionsoffensive begonnen, um nur ein paar Baustellen zu benennen. Noch verbleibt aber etwas Zeit, um zu handeln.

**Abb. 5 Verteilungsspielraum und Lohnwachstum (in %)**



Quellen: Destatis, WSI, DekaBank

**Abb. 6 Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (in %)**



Quellen: Destatis, DekaBank



**Autor:**

Dr. Andreas Scheuerle  
Tel.: (069) 7147-2736  
[andreas.scheuerle@deka.de](mailto:andreas.scheuerle@deka.de)

**Impressum:** <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

**Rechtliche Hinweise:**

: Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüf-baren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die Darstellungen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse / Preise.